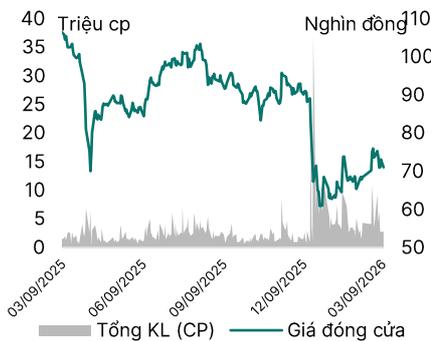


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	71.000
Giá mục tiêu	105,000
Lợi nhuận kỳ vọng	47.89%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	3.084 triệu cp
SLCP lưu hành	379.78 triệu cp
Biên độ 52 tuần	58,200 - 106,253
Vốn hoá	26,964 tỷ đồng
Beta	0.64

Biến động giá cổ phiếu 1 năm



Cổ đông lớn	
Đào Hữu Huyền	18.38%
Ngô Thị Ngọc Lan	6.64%
Đào Hữu Kha	5.97%
Nguyễn Thị Hồng Lan	3.76%
Đào Hữu Duy Anh	3.01%
Vietnam Enterprise Investments Limited	1.95%
Khác	60.29%

ÁNH SÁNG CUỐI ĐƯỜNG

Khuyến nghị

Chúng tôi đã cân nhắc đến những thông tin liên quan về chiến tranh, chênh lệch trong cung cầu lưu huỳnh và khả năng xuất hiện của chu kỳ hàng hóa mới cho mức giá mục tiêu của DGC kể từ báo cáo gần nhất vào Q3/2025. Xét biên lợi nhuận gộp giảm mạnh chỉ mang tính thời điểm do giá sản phẩm đầu vào tăng đồng loạt và độ trễ trong việc tăng giá bán tại thị trường NEA. Ngoài ra chiến tranh tạo cơ hội cho chu kỳ hàng hóa và thay đổi cấu trúc thị trường lưu huỳnh có thể giúp DGC tăng giá phốt pho để bù đắp cho chính sách thuế xuất khẩu và chuyển đổi phần lớn WPA thành DAP giúp tăng biên gộp trong năm 2026.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DGC với mức giá mục tiêu 105,000 VND/CP; vùng mua an toàn 70,000-75,000 tương đương vùng định giá P/E 8.8 – 9.5.

Luận điểm đầu tư

Doanh thu năm 2025 đạt 108% kế hoạch: Riêng Q4-2025, doanh thu của DGC đạt 2,741 tỷ (+13% YoY), cả năm đạt 11,262 tỷ (+14% YoY). Tuy nhiên, biên gộp của DGC giảm sâu còn 26.13% từ mức 31% vào Q3-2025. Nguyên nhân là do giá đầu vào của sản phẩm chủ lực – phốt pho vàng tăng cao. Cụ thể là chất lượng quặng suy giảm khiến DGC phải tăng tỷ trọng nhập khẩu và giá điện tăng 4,8%

Trữ lượng tiền mặt duy trì mức 13,000 tỷ: Năm 2025 là năm DGC đạt được mức doanh thu tài chính cao thứ hai trong lịch sử hoạt động (hơn 728 tỷ).

Chính sách thuế xuất khẩu. DGC sẽ chịu mức thuế 5% cho hoạt động xuất khẩu phốt pho vàng vào 2026 và 10% vào 2027. Tuy nhiên, Kafi đánh giá tác động này không đáng kể đối với các thị trường Đông Bắc Á (NEA) khi khách hàng tại đây cần nguồn cung P4 ổn định để sản phục vụ ngành điện tử và bán dẫn. Do đó, họ sẵn sàng trả mức giá cao hơn để đổi lấy đảm bảo về chất lượng lẫn ổn định trong nguồn cung từ DGC.

Ngược lại, Ấn Độ cũng là thị trường nhập khẩu P4 đáng kể khi DGC chiếm khoảng 1/2 thị phần với mục đích sản xuất phân bón. Nếu giá bán không thể cạnh tranh với các đối thủ từ Kazakhstan, DGC sẽ mất thị phần. Do đó, phần xuất khẩu của DGC qua Ấn Độ sẽ chịu ảnh hưởng nặng từ luật thuế.

Triển vọng doanh nghiệp

Sau đợt hạ nhiệt từ đỉnh giữa năm 2025, giá DAP đang có dấu hiệu hồi phục trở lại, hỗ trợ tích cực cho biên lợi nhuận mảng phân bón của DGC. Động lực tăng giá đến từ hai phía: giá Ure - sản phẩm cùng chứa thành phần Nitrogen với DAP đã tăng khoảng 23% kể từ cuối tháng 02/2025 theo đà leo thang của giá khí đốt, giúp kéo giá DAP trên thị trường phân bón toàn cầu. Giá lưu huỳnh neo cao cũng là nguyên nhân khiến DAP không thể điều chỉnh mạnh vào giữa 2025 và có khả năng làm giá DAP tăng mạnh trong thời gian tới

Rủi ro

- (1) Giá DAP tăng không đủ bù đắp giá vốn do giá lưu huỳnh neo cao.
- (2) Chậm trễ trong gia hạn giấy phép khai thác

► Cập nhật kết quả kinh doanh Q4/2025

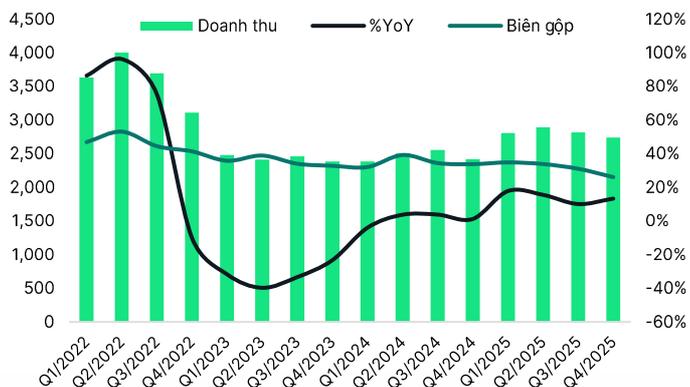
Doanh thu thuần – tăng trưởng “rộng”: Doanh thu Q4 đạt 2.741 tỷ (+13% YoY), cả năm đạt 11.262 tỷ (+14% YoY) gấp 108% kế hoạch đặt ra. Tuy nhiên, tốc độ tăng giá vốn (+26% YoY trong Q4) gấp gần 2 lần tốc độ tăng doanh thu (+13%). Điều này đã khiến biên gộp của DGC sụp đổ nhanh chóng xuống 26.13% từ mức 31% vào Q3-2025 (-7.25% YoY và -4.95% QoQ).

Nguyên nhân: Biên lợi gộp đang chịu áp lực từ hai phía (i) chất lượng quặng Apatite suy giảm thể hiện ở giấy phép khai thác sắp hết hạn khiến DGC phải tăng tỷ trọng nhập khẩu từ Ai Cập; (ii) giá điện công nghiệp tăng 4,8% từ 10/05/2025.

“Phao cứu sinh” từ doanh thu tài chính: Hoạt động kinh doanh trong Q4-2025 của DGC được hỗ trợ mạnh từ lợi nhuận tài chính (hơn 150 tỷ) nhờ lượng tiền gửi khổng lồ với hơn 12,000 tỷ.

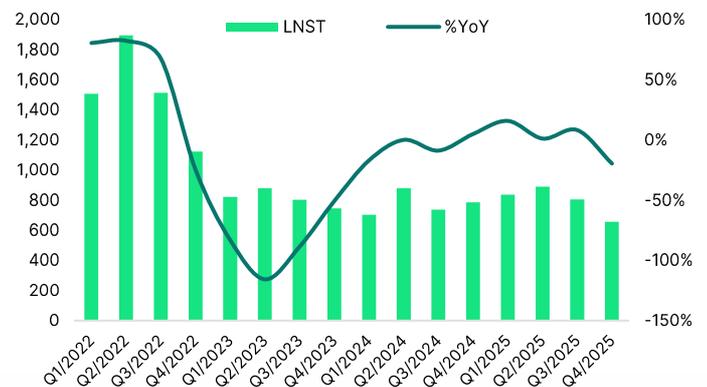
	Q4-2025	%YoY	2025	%YoY	%KH
Doanh thu thuần	2,741	13.36%	11,262	14.16%	108%
Lợi nhuận gộp	716	-12.52%	3,553	2.99%	
<i>Biên lợi gộp</i>	-12	26.13%	-41	31.55%	
Doanh thu hoạt động tài chính	186	10.70%	729	12.24%	
Chi phí tài chính	-29	124.58%	-108	56.06%	
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	-12	102.15%	-41	88.28%	
Chi phí bán hàng	-87	52.09%	-382	-14.50%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-42	-15.34%	-172	0.85%	
Lợi nhuận trước thuế	740	-14.44%	3,606	6.04%	
Lợi nhuận sau thuế	657	-16.33%	3,189	2.63%	106%

Hình 1. Doanh thu tăng nhưng biên gộp chịu áp lực lớn...



Nguồn: DGC, Kafi Research

Hình 2. ...kéo theo LNST Q4-2025 giảm mạnh



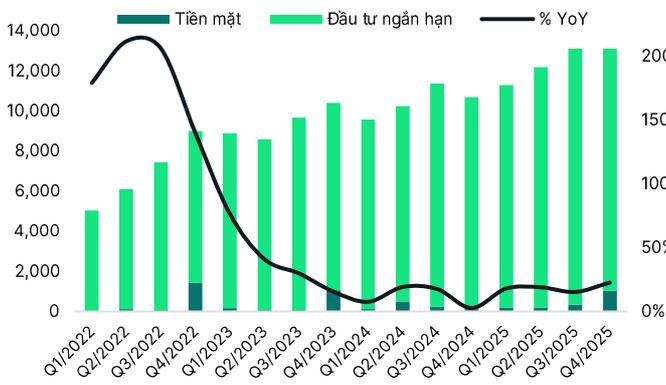
Nguồn: DGC, Kafi Research

► **Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn liên tục tăng trưởng và đạt mức kỷ lục**

Tổng tiền mặt và tiền gửi chiếm hơn 67% tổng tài sản cho thấy DGC vẫn là doanh nghiệp có “pháo đài tiền mặt” vững chắc. Năm 2025 ghi nhận mức doanh thu tài chính cao thứ hai trong lịch sử hoạt động (hơn 728 tỷ).

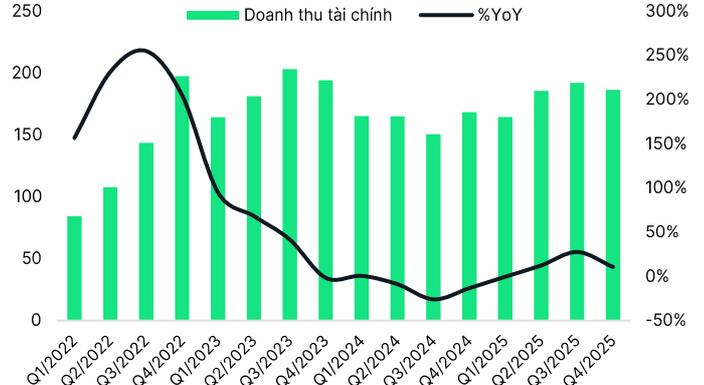
Tuy vậy, một số rủi ro dù nhỏ nhưng vẫn đáng lưu tâm khi nợ phải trả tăng gần gấp đôi chủ yếu do khoản cổ tức phải trả 1.262 tỷ đồng và nợ vay ngắn hạn tăng mạnh (+78.82% YoY). Hàng tồn kho tăng 70,7% so với đầu năm phản ánh chiến lược dự trữ nguyên vật liệu trong bối cảnh nguồn cung apatit nội địa bất ổn.

Hình 3. Tiền mặt của DGC đạt mức cao nhất lịch sử...



Nguồn: DGC, Kafi Research

Hình 4. ...hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận nhờ lãi tiền gửi



Nguồn: DGC, Kafi Research

► **Phốt pho vàng – Nan đề từ chính sách, những lời giải khả thi và động lực vượt ngoài kỳ vọng**

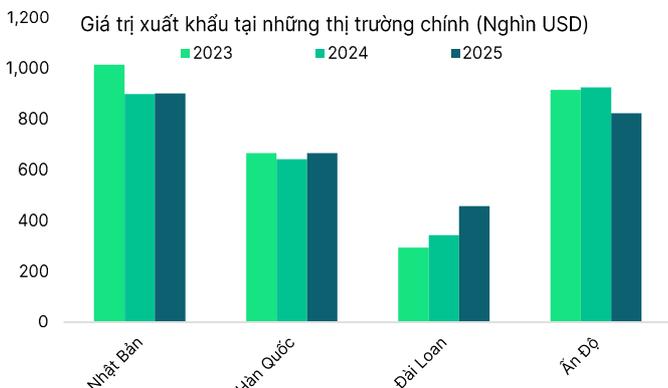
Thuế xuất khẩu 5% đối với phốt pho vàng trong 2026: DGC - nhà xuất khẩu P4 lớn nhất thế giới, chi phối 1/3 lượng P4 xuất khẩu toàn cầu với công suất 69.800 tấn/năm (chiếm 56.47% công suất cả nước) chịu tác động trực tiếp từ chính sách này. Tuy nhiên, chỉ một phần sản lượng P4 xuất khẩu sẽ chịu mức thuế tăng thêm. Các thị trường xuất khẩu chính của DGC gồm khối Đông Bắc Á (NEA) và Ấn Độ. Tuy nhiên, phân khúc cho các thị trường lại có sự khác biệt khi NEA cần một nguồn cung P4 ổn định để sản xuất Acid phục vụ ngành điện tử và bán dẫn. Vì giá trị gia tăng các sản phẩm này là rất cao, các khách hàng tại đây sẵn sàng trả mức giá cao hơn để đổi lấy đảm bảo về chất lượng lẫn ổn định trong nguồn cung từ DGC.

Ngược lại, Ấn Độ nhập khẩu P4 với mục đích sản xuất phân bón. Do đó, DGC không có lợi thế cạnh tranh tại thị trường này khi tỷ trọng sản phẩm của họ chỉ chiếm một nửa thị phần tại đây. Nguyên nhân là do giá bán không cạnh tranh với các đối thủ từ Kazakhstan. Do đó, phân xuất khẩu của DGC qua Ấn Độ sẽ chịu ảnh hưởng nặng từ luật thuế.

Gia hạn giấy phép khai thác Apatite: chất lượng Apatite tại khai trường 25 và 19b suy giảm có thể gây ra tác động lớn cho DGC. Điều này đã được phản ánh từ sự sụp đổ biên lợi nhuận trong Q4-2025. Do đó, việc gia hạn giấy phép khai thác là yếu tố sống còn đối với xương sống của tập đoàn khi cho phép DGC được thăm dò và khai thác xuống những tầng sâu hơn giúp tự chủ đầu vào và cải thiện chất lượng quặng.

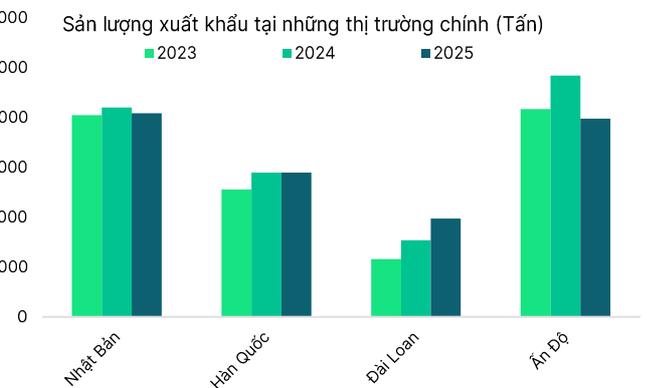
Hiện tại, việc gia hạn giấy phép khai thác của DGC vẫn chưa có thông tin rõ ràng. Chúng tôi sẽ sớm cập nhật trong các báo cáo tiếp theo sau khi thông tin chính thức được công bố.

Hình 5. Xuất khẩu phốt pho tại các thị trường chính...



Nguồn: ITC, Kafi Research

Hình 6. ... thể hiện sự phân hóa chất lượng thị trường



Nguồn: ITC, Kafi Research

Chiến sự bất ngờ: Ngày 28/02/2026, thủ đô Tehran của Iran đã rung chuyển dữ dội khi liên quân Mỹ - Israel mở màn chiến dịch Phần Nộ Tột Đỉnh. Chỉ số Rủi ro địa chính trị (GPR) đã vọt lên mức cao nhất trong 15 năm kể từ ngày 11/09/2001. Mặc dù các cuộc chiến trong quá khứ như Nga - Ukraine đã ghi nhận chỉ số GPR ở mức tương đương nhưng mức độ ảnh hưởng

của sự kiện tại Iran lại đặc biệt lớn. Chiến sự tại Nga – Ukraine đã tạo ra một “siêu chu kỳ hàng hóa” vào 2021-2022 dù mức độ ảnh hưởng chuỗi cung ứng lại tương đối cục bộ. Đối với Iran, bức tranh lại hoàn toàn khác.

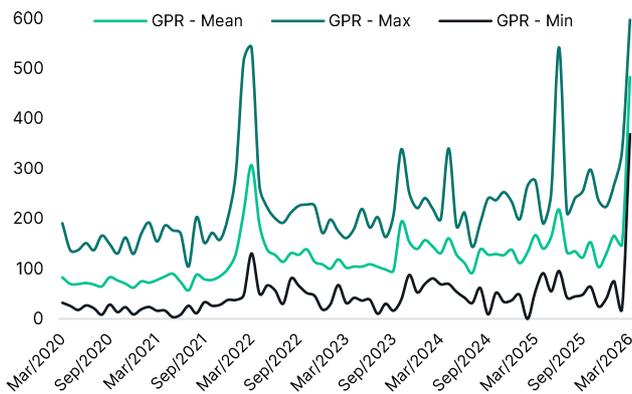
Eo biển Hormuz – điểm nghẽn năng lượng: Eo Hormuz đóng vai trò đặc biệt quan trọng đối với nguồn cung năng lượng toàn cầu khi 20% nguồn cung dầu mỏ thế giới đi qua nơi này hằng ngày. Việc chiến sự leo thang và Iran phong tỏa Hormuz đã khiến giá dầu tăng ~14% chỉ sau 6 ngày diễn ra chiến sự

Xung đột lan rộng – Trung Đông bốc cháy: cái chết của Đại giáo chủ Khomeini kéo theo sự mất kiểm soát của chính phủ Iran đối với quân đội và các phe dân quân thân Iran có thể khiến cả Trung Đông trở thành “chảo lửa” của thế giới nếu không có biện pháp kiểm soát tình hình và giảm leo thang hợp lý từ phía Mỹ.

Có tồn tại một “siêu chu kỳ”: Chiến sự ở Iran và khả năng lan rộng toàn Trung Đông đã khiến nguồn cung năng lượng toàn cầu bị thắt chặt. Đây có thể là tín hiệu đầu tiên cho mức tăng đột biến của giá hàng hóa nói chung và phốt pho nói riêng. Theo SunSirs, giá giao ngay phốt pho vàng đã tăng đến 26039 CNY/Tấn – tăng ~10% so với trước chiến sự.

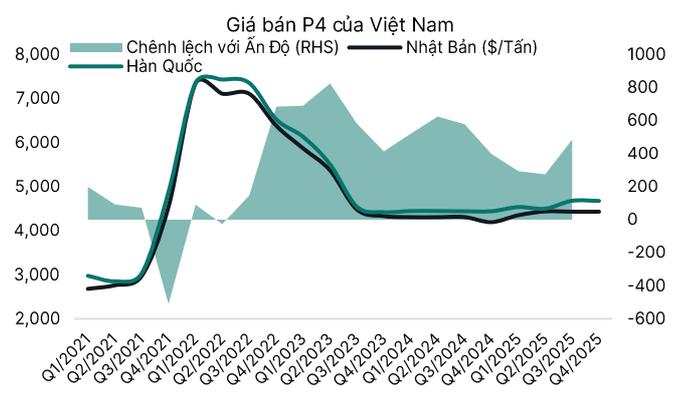
Mặc dù không thể biết xu hướng này sẽ diễn ra thế nào do tính khó lường của các sự kiện địa chính trị. Tuy nhiên, xét về ngắn hạn, sự tăng giá hàng hóa đột ngột là cứu cánh tạm thời cho lợi nhuận của DGC trong khi chờ gia hạn giấy phép khai thác trong năm nay. Trong tình huống chiến tranh leo thang và lan rộng, DGC có thể được hưởng lợi rất lớn khi chuỗi cung ứng toàn cầu tiếp tục bị gián đoạn và đẩy giá hàng hóa lập đỉnh mới.

Hình 7. Thiên nga đen trên bầu trời Trung Đông...



Nguồn: Kafi Research

Hình 8. ... và “siêu chu kỳ” tiếp theo?



Nguồn: ITC, Kafi Research

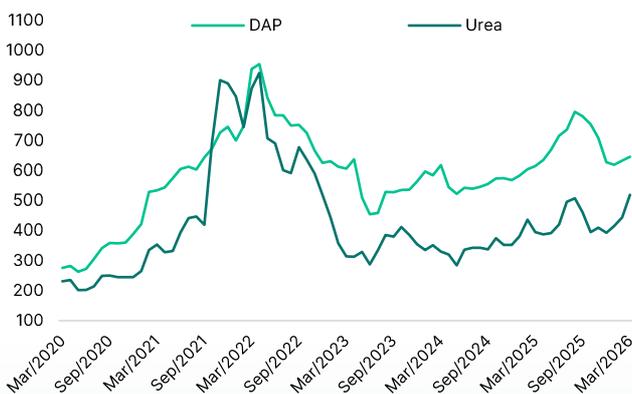
► **DAP trong bối cảnh giá Ure tăng đột biến**

Giá DAP đã hạ nhiệt sau đợt tăng mạnh vào giữa năm 2025 nhưng vẫn duy trì mức cao trong cuối 2025. Tuy nhiên, giá DAP đang có dấu hiệu tăng trở lại giúp cải thiện lợi nhuận DGC nhờ hai yếu tố sau.

Ure – sản phẩm trực tiếp từ khí đốt: Theo đà tăng đột biến của giá dầu, giá Ure đã tăng 23% tính từ cuối tháng 02/2025. DAP vốn có cùng thành phần Nitrogen với Ure và được sản xuất từ khí đốt hoặc than nên cả Ure lẫn DAP cùng phản ánh áp lực chi phí từ thị trường dầu mỏ, khí đốt và nitrogen toàn cầu.

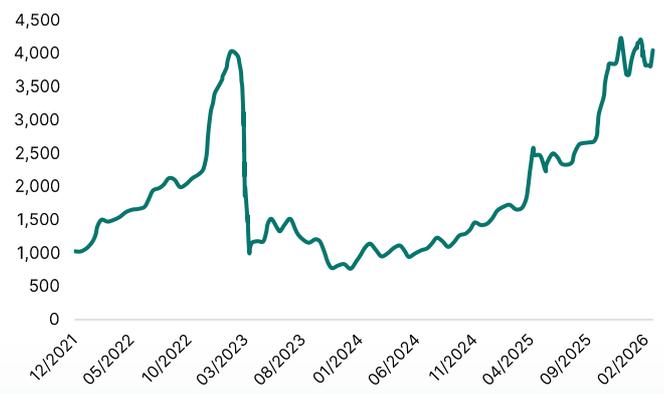
Giá lưu huỳnh tiếp tục neo cao: Lưu huỳnh là nguyên liệu quan trọng để sản xuất DAP. Năm 2025, giá lưu huỳnh tăng vọt do gián đoạn nguồn cung khi Nga gặp khó khăn trong xuất khẩu lưu huỳnh do các lệnh trừng phạt và gián đoạn logistics. Đồng thời nhu cầu lưu huỳnh cho pin LFP tại Trung Quốc và công nghiệp luyện kim Niken (MHP) tại Indonesia tăng mạnh. Dự kiến, chênh lệch trong cung cầu lưu huỳnh tiếp tục mở rộng vào 2026, gây áp lực tăng giá. Đối với DGC, giá lưu huỳnh ở mức cao là con dao hai lưỡi. Trong ngắn hạn, chi phí đầu vào sản xuất H₂SO₄ và DAP tăng lên trực tiếp, buộc các nhà sản xuất DAP lớn như Trung Quốc phải cắt giảm xuất khẩu để tập trung thị trường nội địa. DGC với năng lực tự sản xuất H₂SO₄ có thể duy trì sản xuất khi đối thủ phải cắt giảm và chuyển toàn bộ công suất WPA sang DAP xuất khẩu như đã thực hiện trong Q2/2025, qua đó hưởng lợi từ chênh lệch giá. Tuy nhiên, nếu giá DAP không tăng đủ mạnh, khả năng DGC được hưởng lợi từ xu hướng tăng giá khá thấp.

Hình 9. Giá DAP có thể tăng mạnh nhờ giá Ure cao...



Nguồn: Worldbank, Kafi Research

Hình 10. ... và chi phí lưu huỳnh luôn duy trì ở đỉnh



Nguồn: Trading Economic, Kafi Research

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư.

Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Mua: Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

Nắm giữ: Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

Bán: Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.